

学校编码: 10384

学 号: 200015102

厦 门 大 学  
硕 士 学 位 论 文

我国资产证券化问题研究  
A Study of Asset Securitization in China

曾 强

指导教师姓名: 王志强教授

申请学位级别: 硕 士

专 业 名 称: 工商管理 (MBA)

论文提交日期: 2 0 0 6 年 5 月

论文答辩时间: 2 0 0 6 年 6 月

学位授予日期: 2 0 0 6 年 月

答辩委员会主席: \_\_\_\_\_

评 阅 人: \_\_\_\_\_

2006 年 5 月

# 厦门大学学位论文原创性声明

兹呈交的学位论文，是本人在导师指导下独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考的其他个人或集体的研究成果，均在文中以明确方式标明。本人依法享有和承担由此论文产生的权利和责任。

声明人（签名）：曾强

2006 年 5 月 6 日

# 厦门大学学位论文著作权使用声明

本人完全了解厦门大学有关保留、使用学位论文的规定。厦门大学有权保留并向国家主管部门或其指定机构送交论文的纸质版和电子版，有权将学位论文用于非赢利目的的少量复制并允许论文进入学校图书馆被查阅，有权将学位论文的内容编入有关数据库进行检索，有权将学位论文的标题和摘要汇编出版。保密的学位论文在解密后适用本规定。

本学位论文属于

1、保密（ ），在 年解密后适用本授权书。

2、不保密（ √ ）

（请在以上相应括号内打“√”）

作者签名：曾强

日期：2006 年 5 月 6 日

导师签名：

日期： 年 月 日

## 内容提要

资产证券化作为近几十年金融市场上最重要的、最具生命力的创新之一，自1970年诞生以来，在美国、欧洲、亚洲的金融市场上得到了快速发展。在我国，理论界、金融界、企业界、立法与政府机构对资产证券化进行了近十年的概念引入、理论探讨、技术准备和立法问题研究，并积极推进试点和实践。无论是人民银行、银监会还是证监会都在努力推进资产证券化的试点，相关的立法工作也在进行中。

本论文目的在于通过对资产证券化业务及其运作程序进行研究、探索，分析我国发展资产证券化的可行性以及发展资产证券化相关的会计和税收问题，提出我国发展资产证券化需要解决的障碍及发展前景。

本论文分为四章。

第一章从资产证券化的概念、基本类型及资产证券化市场的发展三个方面来了解资产证券化业务。

第二章先介绍了资产证券化的参与机构和运作程序，然后分析了资产证券化核心机构 SPV 的功能与架构以及资产证券化得以实现的重要环节信用增级，最后分析资产证券化的意义及风险特征。

第三章先对我国发展资产证券化进行可行性分析，然后对我国发展资产证券化可能碰到的会计和税务相关问题进行进一步的剖析，并以建元 2005-1 人住房抵押贷款支持证券为案例来分析我国目前资产证券化实践的积极因素和不足之处。

第四章首先阐述我国发展资产证券化需要解决的障碍，然后展望了我国发展资产证券化业务的前景。

关键词：资产证券化；特殊目的载体；信用增级

## **Abstract**

Asset Securitization is one of the most important and vitality financial innovations in the nearly several dozens years. It has obtained the fast development in the capital market of America, Europe and Asia since it appeared in the year of 1970. In our country, the theory, the financial circles, the enterprise, the legislation and the government apparatus have carried the concept introduction, the theory discussion, the technical preparation and the legislation question research on asset Securitization and positively advanced the experiment and the practice for nearly ten years. Regardless of the People's Bank of China, the China Banking Regulatory Commission or the China Securities Regulatory Commission all diligently advance the asset securitization experiment, and legislation work is also in carrying on.

The purpose of this article is through the discussion of asset securitization and its operation procedure, analyze feasibility and the accountant and tax revenue question on the development of asset securitization in our country, then discuss the obstacle and prospect of developing asset securitization in our country.

This article is divided into four chapters.

In first chapter, it discusses the conception, main type and the development of asset securitization.

In second chapter, it introduces the participation and operation of asset securitization firstly. Then it analyzed the function and structure of SPV----the core organization and credit enhancement in asset securitization. Finally it analyzed the significance and the risk in asset securitization.

In third chapter, it makes the feasibility analysis on the development of asset securitization in our country firstly. Then it discusses the accountant and tax revenue question on the development of asset securitization in our country. And it discusses the practice of asset securitization in our country by analyzing the case of Jianyuan 2005-1 RMBS finally.

In fourth chapter, it analyzes the obstacle of developing asset securitization in our country firstly. Then it forecast the prospect of developing asset securitization in

our country.

Key Words: Asset Securitization; SPV; Credit enhancement

厦门大学博硕士论文摘要库

## 目录

### 第一章 资产证券化概述

#### 第一节 资产证券化的概念

#### 第二节 资产证券化的基本类型

#### 第三节 资产证券化的发展

### 第二章 资产证券化的运作程序

#### 第一节 资产证券化的参与机构

#### 第二节 资产证券化的运作程序

#### 第三节 SPV 的功能与架构

#### 第四节 资产证券化的信用增级

#### 第五节 资产证券化的意义与风险分析

### 第三章 我国实行资产证券化的可行性分析及相关问题研究

#### 第一节 我国实行资产证券化的可行性分析

#### 第二节 我国资产证券化相关问题研究

#### 第三节 建元 2005-1 个人住房抵押贷款支持证券案例分析

### 第四章 我国发展资产证券化的障碍及前景

#### 第一节 我国发展资产证券化的障碍

#### 第二节 资产证券化在我国的发展前景

## **Table of Contents**

### **1. The general introduction of Asset Securitization**

**1.1 The conception of Asset Securitization**

**1.2 The main type of Asset Securitization**

**1.3 The development of Asset Securitization**

### **2. The operation of Asset Securitization**

**2.1 The participation of Asset Securitization**

**2.2 The operation of Asset Securitization**

**2.3 The function and structure of SPV**

**2.4 The credit enhancement of Asset Securitization**

**2.5 The significance and risk analysis of Asset Securitization**

### **3. The feasibility and related question study of Asset Securitization**

**3.1 The feasibility study of Asset Securitization**

**3.2 The related question study of Asset Securitization**

**3.3 The case of JianYuan 2005-1 RMBS**

### **4. The obstacle and prospect of Asset Securitization in China**

**4.1 The obstacle of Asset Securitization in China**

**4.2 The prospect of Asset Securitization in China**



## 引言

资产证券化作为近几十年金融市场上最重要的、最具生命力的创新之一，自1970年诞生以来，在美国、欧洲、亚洲的金融市场上得到了快速发展。在美国，目前市场上证券化产品的规模甚至已占债券总规模的32%，是所有类型债券中规模最大的。

在我国，理论界、金融界、企业界、立法与政府机构对资产证券化进行了近十年的概念引入、理论探讨、技术准备和立法问题研究，并积极推进试点和实践。而从2005年随着经国务院批准的国家开发银行“2005年第一期开元信贷资产支持证券”与中国建设银行“建元2005-1个人住房抵押贷款支持证券”两个资产证券化试点项目的推出，标志着我国的资产证券化的试点与实践出现了比较明晰的突破方向和操作模式，进入实施阶段。

从当前各方面的情况看，由于有着巨大的需求，未来我国资产证券化产品的大规模推出将为时不远。笔者所服务的信托公司对资产证券化业务也有着浓厚的兴趣，笔者也希望为厦门的市政基础设施项目引入资产证券化业务。所以笔者希望通过这次论文的写作，加深对资产证券化业务的了解，希望能对发展我国或本地资产证券化业务起到一定的作用。

本论文通过对资产证券化业务及其运作程序进行研究、探索，分析我国发展资产证券化的可行性以及资产证券化相关的会计和税收问题，并以建元 2005-1 人住房抵押贷款支持证券为案例来分析我国目前资产证券化实践的积极因素和不足之处，剖析我国资产证券化需要解决的障碍及发展前景。

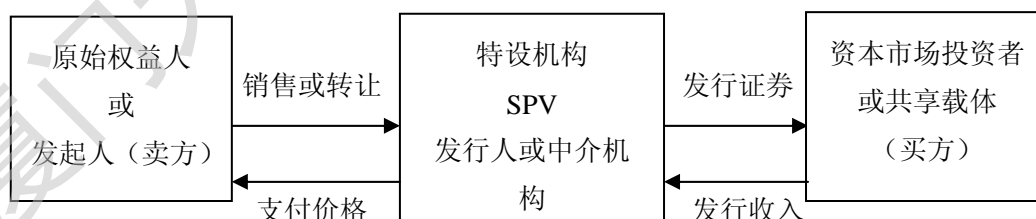
# 第一章 资产证券化概述

## 第一节 资产证券化的概念

资产证券化是近 30 年来世界金融领域最重大和发展最快的金融创新和金融工具，是衍生证券技术和金融工程技术相结合的产物。其一般性定义为：资产证券化（Asset securitization）是指企业或金融机构将其能产生现金收益的资产加以组合，出售给特殊目的载体(SPV)，然后由特殊目的载体创立一种以该基础资产产生的现金流为支持的证券产品，将此证券出售给投资者的过程。而按照美国证券交易委员会的定义则是：创立主要由一组不连续的应收款或其他资产组合产生的现金流支撑的证券，同时附加其他一些权利或资产来保证上述支撑或按时间向持券人分配收益。

资产证券化的实质是将基础资产产生的现金流包装成易于出售的证券，将可预期的未来现金流变现，所以可预期的现金流是进行证券化的先决条件。证券化表面上是以资产为支持，但实际上是以资产所产生的现金流为支持的。由于证券化的是资产所产生的现金流而不是资产本身，所以基础资产也不一定具有物质形态，只要能带来稳定的现金流即可，如应收账款、信用卡贷款。其操作的基本思路可用下图表示：

图 1：资产证券化的结构图



## 第二节 资产证券化的基本类型

一般来讲，理想的证券化基础资产应该具备以下特征：

- 1、能在未来产生可预测的、稳定的现金流；
- 2、资产池通常是由性质相似的资产组合而成的，以便于掌握现金流的特性；
- 3、资产的收益和损失能够与原权益人完全分离，仅由证券化产品的投资

者承担。

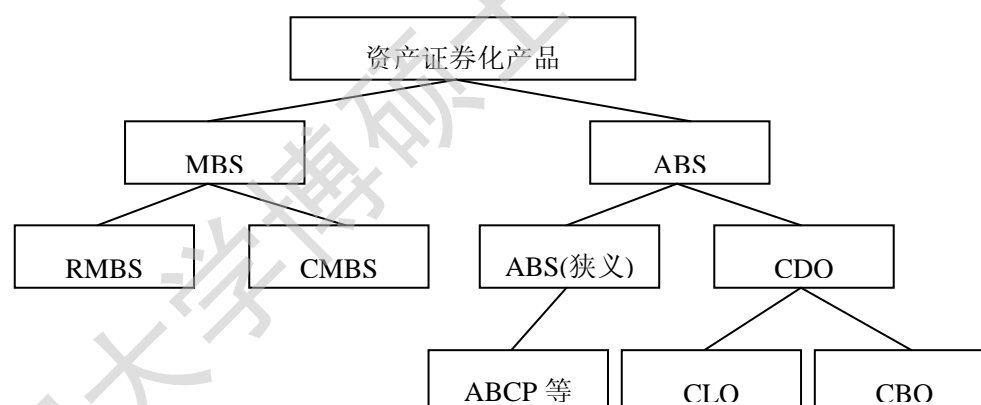
4、资产通常有几年的历史数据来反映现金流表现和违约情况，以便评级机构进行评级，并为信用分层提供相应的数据支持。

在美国、欧洲和新兴市场上具备上述特征的已被证券化的资产种类繁多，可分别按被证券化的资产类属和被证券化资产的现金流特点进行分类。

### 一、按被证券化的资产类属分类

传统的证券化资产包括银行的债权资产，如住房抵押贷款、商业地产抵押贷款、信用卡贷款、汽车贷款、企业贷款等，以及企业的债权资产，如应收账款、设备租赁等。这些传统的证券化产品一般统称为 ABS（Asset-Backed Securities），但在美国通常将基于房地产抵押贷款的证券化产品特称为 MBS（Mortgage-Backed Securities），而将其余的证券化产品称为 ABS。

图 2：资产证券化产品的分类



MBS 产品可以细分为 RMBS（Residential Mortgage-Backed Securities，住房抵押贷款支持证券）和 CMBS（Commercial Mortgage-Backed Securities，商业地产抵押贷款支持证券）。前者是以零售消费者购买住宅申请的抵押贷款为基础资产，贷款数量多但单笔贷款规模较小，贷款合约的同质性较强；后者对应的基础资产是以能产生租金收益的不动产作抵押的贷款，如出租型公寓、购物中心、写字楼、旅馆等，贷款数量少但单笔贷款规模较大，而且合约的差异性较大。由于 RMBS 是 MBS 产品的主体，所以一般 MBS 也就特指 RMBS，而 CMBS 则单独表示。

ABS 产品的分类相对而言更为繁杂，大致可以分为狭义的 ABS 和 CDO

(Collateralized Debt Obligation, 担保债务凭证) 两类。前者主要是基于某一类同质资产, 如汽车贷款、信用卡贷款、住宅权益贷款 (home equity loan)、学生贷款、设备租赁等为标的资产的证券化产品, 也有期限在一年以下的 ABCP (Asset-Backed Commercial Papers, 资产支持商业票据); 后者对应的基础资产则是一系列的债务工具, 如高息债券、新兴市场企业债或国家债券、银行贷款, 甚至传统的 MBS 等证券化产品。CDO 又可根据债务工具的不同分为 CBO (Collateralized Bond Obligation, 担保债券凭证) 和 CLO (Collateralized Loan Obligation, 担保贷款凭证), 前者以一组债券为基础, 后者以一组贷款为基础。

## 二、按被证券化资产的现金流特点分类

根据被证券化资产的现金流的特点可分为还本性资产和循环型资产, 两者要求的证券化产品的结构不太一样。

1、还本型资产通常指本金和利息的支付有固定的时间表, 现金流较为稳定且易于预测, 期限也通常较长, 如住房抵押贷款、汽车贷款等。这种资产的现金流由于基本符合债券产品的现金流特征, 通常不需要进行任何处理, 直接转让给证券化产品的投资者即可, 所以采用过手架构居多。

2、循环型资产通常指资产的产生和结束没有预定的时间表, 呈现一定的随机性, 现金流很不稳定, 而且期限通常较短, 如信用卡贷款、应收账款等。以信用卡贷款为例, 现金流来源于持卡人的刷卡和还款行为, 而持卡人每个月的刷卡额是无法预知的, 刷卡后何时还款也不确定, 即使还款可能全额偿清, 也可能仅缴纳最低还款额。更麻烦的是, 一笔信用卡贷款的存续期一般只有 30-120 天, 无法支持期限较长的证券化产品。所以证券化发起人必须重新规划其现金流的分配, 才能使证券化产品符合投资者的要求, 相应地, 这种资产的证券化通常采用支付架构。

具体来讲, 循环型资产在进行证券化时, 现金流分配分为两个时期: 循环期和还本期。在循环期, 利息收益用于支付投资者的票息及其它必要的费用, 而本金偿还的部分则用于购买新的资产, 以保证后续的利息收益, 投资者在这段时期不会获得本金的偿付。循环期结束后即进入还本期, SPV 开始将获得的本金收入用于偿还投资者, 而不再购买新的资产。偿还方法分为两种: (1) 控制摊还法,

将本金在一定时间内按照一定的时间间隔分期偿还，如还本期为 1 年，则本金分 12 次摊还，每个月摊还  $1/12$ ；(2) 累积还本法，将本金收入先存于一个专门的储备账户，从事短期的无风险投资，然后等债券到期时再一次性归还给投资者。由于在累积期间利息收入照常分配给投资者，所以在这种还本方式下，投资者获得的现金流在进入还本期前后没有区别。

### 第三节 资产证券化市场的发展

#### 一、资产证券化在国外的起源与发展

资产证券化起源于美国的住房抵押贷款证券化，而这又可追溯至 20 世纪 30 年代经济大萧条的时候。当时较高的失业率使房地产市场一蹶不振，联邦政府遂成立了联邦住宅局 (Federal Housing Administration, FHA) 和退伍军人局 (Veteran Administration, VA)，分别向中低收入户和退役军人提供担保，以向银行取得住房贷款。这些贷款的合同都有标准的范本规定，使贷款合约得以同质化，同时政府的信用担保使这些贷款的违约性大大降低，具备了作为证券化的基础资产的基本特征。银行对这些违约率很低的贷款非常有兴趣，投入了大量资金，为了使这些资金再回流至银行以发放更多的贷款，美国政府在 1938 年成立了联邦国家抵押协会 (Federal National Mortgage Association, FNMA, 又称为 Fannie Mae)，以政府机构的信用发行低利率的债券来融资，然后收购 FHA 和 VA 担保的住房抵押贷款。但 FNMA 并未将收购的住房抵押贷款重新包装转售，让其在市场上自由流通，所以到此时证券化产品还未形成。

直至 1970 年，为了满足二战后婴儿潮带来的大量购房需求，投资银行开始将 FHA 和 VA 担保后的贷款组成贷款组合，然后以股份权益的方式销售给机构投资者，这些权益证券称为住房抵押贷款转付证券 (Mortgage Pass Through, MPT)，正式揭开了证券化的序幕。MPT 的本息偿付还获得了政府全国住房抵押贷款协会 (Government National Mortgage Association, GNMA, 又称为 Ginnie Mae) 的担保，使其债信接近于国债，但收益率又高于国债，很快得到了投资者的青睐。但 GNMA 只对 FHA 和 VA 担保的抵押贷款的证券化产品提供本息偿还保证，这部分贷款仅占总贷款的 20%，为了将证券化范围扩大至更多的住房抵押贷款，1971 年联邦住房抵押贷款公司 (Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC, 又称为 Freddie Mac) 成立，专门收购各种住房抵押贷款，并在同年推出了第一

单 MPT，称为参与凭证 (Participation Certificates, PC)。1981 年 FNMA 也加入了 MPT 的发行行列，它和 FHLMC 都是政府支持的上市公司，所以它们发行的 MPT 信用也接近于国债，但较 GNMA 担保发行的 MPT 稍差。这三家机构发行的 MPT 在美国统称为机构住房抵押贷款转付证券 (Agency Pass Throughs)。

进入 80 年代，美国楼市随经济好转而复苏，融资需求大幅上升，但是 MPT 市场已接近饱和，因为部分投资者不愿承担抵押贷款提前还本的风险。为了吸引更多资金进入 MBS 市场，必须降低提前还本的风险，CMO (Collateralized Mortgage Obligation，担保住房抵押贷款凭证) 由此孕育而生。它由 FHLMC 在 1983 年首创，以一组抵押贷款为支持，发行多组债券，各组债券的期限不同，本息偿还的顺序也不同。虽然 CMO 没有完全化解提前还本风险，但将提前还本部分进行了重新分配，使其能满足不同期限要求的投资者的需要。CMO 由于对现金流量进行了重新分配，不符合被动经营的原则，无法得到美国税务局免税的待遇，面临双重课税的困境。到 1986 年 REMIC (Real Estate Mortgage Investment Conduits，不动产抵押贷款投资渠道法案) 通过后，CMO 发行获得了相关的法律支持，开始急速扩张，并派生出更多的衍生产品。

住房抵押贷款证券的成功很快被应用于其它资产。1985 年 3 月，Sperry 电脑公司的租赁合约被证券化，成为首支非住房抵押贷款的证券化产品。同年 5 月，证券化开始应用于汽车贷款债权，因为其与住房抵押贷款一样，都有明确的本息偿付时间表，并且都有抵押品，违约风险较低。1987 年开始推出基于信用卡债权的证券，由于持卡人的刷卡金额和还款时间表都不确定，使其现金流十分不稳定，对证券化的技术要求更高。1988 年业界开始将住房权益贷款 (Home Equity Loan, HEL) 进行证券化，该贷款是房主以其已经抵押的房子，再度向银行抵押贷款，所以也称为次顺序抵押贷款，主要用于房屋修缮、教育支出等。在 80 年代末期，美国储蓄商业银行的不良贷款比例大幅上升，证券化方式也应用到了不良债权的处置上。

20 世纪 90 年代中期，CDO 产品开始推出。它兴起的一个重要原因是存在套利机会，将一系列高回报率的债券和贷款通过证券化重组，可以发行一部分债信更高的债券，降低融资成本，从而赚取高利率债权和低利率债务之间的利差。此外，银行利用 CDO 进行证券化，可以将许多风险资产 (贷款和企业债券) 移出资产

负债表，达到表外融资的目的，降低自有资本的要求。CDO 近几年在全球呈现爆炸式的增长，已经成为 ABS 产品发展的主流。而且在经营方式上，经营者也不再只是被动地持有资产，而是主动地通过资产交易和置换来提高产品的收益。

目前美国市场上证券化产品的规模已占债券总规模的 32%，其中 75%都是 MBS，规模达到 5.75 万亿美元，是所有类型债券中规模最大的；ABS 规模最小，但主要是因为发展历史不长，仅仅 20 年的时间从零到 1.92 万亿美元的规模，已接近市政债的规模。在美国市场的 ABS 产品中，住房权益贷款和信用卡贷款支持证券规模最大，占比分别达到 27%和 19%；而 CDO 发展迅猛，占比已升至 15%；发展最早的汽车贷款支持证券占比有所下降，目前为 12%，排在第四位<sup>①</sup>。

在美国以外的地区，证券化发展相对较为缓慢。欧洲在 1980 年以后才开始进行证券化，一方面是因为欧洲多数贷款利率为浮动利率，资产和负债期限错配带来的利率风险不大，银行证券化动机不强；另一方面多数国家实施的是大陆法系，发展证券化需要配合许多立法工作，效率比较低。英国由于法律体系与美国较为接近，在欧洲各国中发展最快，而大陆法系国家德国和法国也开始逐步推动证券化的发展。日本在 1992 年就通过了部分关于证券化的法令，但直到 1997 年亚洲金融风暴经济陷入萧条后，银行紧缩银根，才促使对证券化的需求大大增加。自此之后，资产证券化得到了快速的发展。

## 二、资产证券化在我国的发展

在我国，理论界、金融界、企业界、立法与政府机构对资产证券化进行了近十年的概念引入、理论探讨、技术准备和立法问题研究，并积极推进试点和实践。1992年以来，国内资产证券化的探索与实践一直没有停息过，陆续出现了仿效证券化原理进行的结构性融资设计，比较典型的有：

1、海南三亚地产投资。1992 年，海南三亚开发建设总公司曾经通过发行地产投资债券的形式融资开发三亚的丹州小区，可以将其看作是我国资产证券化实践方面的一个早期案例。

2、珠海高速公路证券化。1996 年 8 月，珠海市人民政府在开曼群岛注册了珠海高速公路有限公司，并成功发行了资产担保债券。该债券的国内策划人为中国国际金融公司，承销商为世界知名投资银行摩根斯坦利公司。珠海高速公路有

---

<sup>①</sup> 数据来源：Business Marketing Association

限公司以当地机动车的管理费及外地过往机动车所缴纳的过路费作为担保，发行了总额为 2 亿美元的债券，所发行的债券通过内部信用增级的方法，将其分为两部分：其中一部分为年利率为 9.125% 的 10 年期优先级债券，发行量为 8500 万美元；另一部分为年利率为 11.5% 的 12 年期的次级债券，发行量为 11500 万美元。该债券发行收益被用于广州到珠海的铁路及高速公路建设，资金的筹集成本低于当时的商业银行贷款的成本。这次交易的特点是：国内资产境外证券化。也就是说，证券化的基础资产是位于国内的基础设施的收费，所有的证券化操作都是在境外通过富有证券化操作经验的著名投资银行来进行的。

3、中远应收款证券化。1997 年，中国远洋运输总公司（COSCO）通过私募形式在美国发行了总额为 3 亿美元的以其北美航运应收款为支撑的浮动利率票据。这次交易的启示在于：虽然 COSCO 是一家中资公司，但它所用来进行证券化的基础资产却是美元形式的应收款，可视为有中国概念的境外资产，其运作方式也是完全在境外操作的。

4、中国国际海运集装箱（集团）股份有限公司应收款证券化。2000 年中集集团与荷兰银行在深圳签署了总金额为 8000 万美元的应收账款证券化项目协议，项目期限为 3 年，在 3 年内，凡是中集集团发生的应收账款都可以出售给由荷兰银行管理的资产购买公司，由该公司在国际商业票据市场上多次公开发行商业票据，总发行金额不超过 8000 万美元。在此期间，荷兰银行将发行票据所得资金支付给中集集团，中集集团的债务人则将应付款项交给约定的信托人，由该信托人履行收款人职责，而商业票据的投资者可以获得高出伦敦同业拆借市场利息率 1% 的利息。此举为中集集团的发展提供了大量低成本的资金。此次将中集集团优质的应收账款出售给荷兰银行是在国家外汇管理局的大力支持下顺利完成的，出售的应收账款均来自中集的客户——国际知名的船运公司和租赁公司。因此此次发行的商业票据信用度很高，应收账款资产评级获得了穆迪、斯坦普尔在国际短期资金市场上的最高评级。

但以上资产证券化运作要么不是资本市场上规范意义的资产证券化操作，要么在国外运作。我国资产证券化的试点与实践出现比较明晰的突破方向和操作模式源于以下政策的出台：2004 年《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》首次提出：“积极探索并开发资产证券化品种”；2003 年 12 月中国证监会发布的《证券公司客户资产管理业务试行办法》；2005 年 4 月中国人民银



Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to [etd@xmu.edu.cn](mailto:etd@xmu.edu.cn) for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库